

코웨이(021240)

요즘 같은 땀 월급이 최고

2Q Preview: 소비 경기와 무관한 안정성 돋보일 것

2분기 매출액은 전년대비 4% 증가한 7,860억원, 영업이익은 전년과 유사한 1,370억원으로 컨센서스에 부합할 전망이다(영업이익률 17.5%, -0.8%p YoY). 전년 호조였던 청정기 매출이 다소 부진하고 코로나19 영향으로 3월부터 신규 영업은 위축된 것으로 파악된다. 그럼에도 매트리스와 신규 제품군 판매 호조에 힘입어 완만한 순증(30,000개)이 예상되고 CS닥터 파업 영향이 컸던 1분기보다 해약을 안정화가 예상되어 국내 렌탈 사업은 우려보다 양호한 실적이 예상된다. 말레이시아 사업 매출도 전년대비 증가할 것으로 예상된다. 무엇보다 경기 하강기에 안정적인 렌탈 매출 발생은 실적 가시성을 높여준다.

말레이시아 5월 후반부터 점진적인 락다운 완화

2019년 말레이시아 사업은 매출액 5,263억원, 영업이익 756억원을 기록하면서 매출액과 영업이익 기여도는 각각 17%에 달했고, 이번 1분기에는 약 20%까지 상승했다. 말레이시아 사업은 5월 중순까지는 영업 및 서비스가 전면 중단되었으나 5월 중순 이후는 락다운이 완화되면서 케어 서비스와 영업이 재개되고 있다. 2분기 당초 말레이시아 사업 역성장을 예상했으나 신규 계정이 빠르게 증가하면서 전년대비 성장이 가능할 전망이다. 말레이시아 계정 수는 1분기 말 기준 143만 계정에 달했으며 정수기에서 청정기와 매트리스 위주로 영업을 확대하고 있다.

우려보다 양호한 상황, 목표주가 9.5만원으로 상향

넷마블로 피인수 이후 배당 정책에 대한 실망이 컸을 뿐 아니라 코로나19로 인한 영업력 위축 우려가 컸다. 그러나 환경가전 수요 증대, 렌탈 사업 안정성, 해외 사업의 우려보다 빠른 정상화를 감안해 2020, 2021년 영업이익 추정을 기존보다 10%, 8% 상향, 실적 추정 상향에 따라 목표주가를 기존 8.7만원에서 9.5만원(12MF PER 16배)으로 상향한다. 공격적인 판매 채널 확장 없이도 수성하고 있으나 동사는 기존 코디 채널을 활용한 판매 품목 증대, 그리고 온라인 등 채널 다각화를 모색 중이다. 중장기적으로 환경가전 1위 업체에 기회 요인은 있으며 12MF PER 13배 이하의 현 주가는 여전히 매수 구간이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2018A	2,707	520	350	4,854	8.3	775	15.3	7.7	4.7	33.8	4.9
2019A	3,019	458	333	4,611	(5.0)	739	20.2	10.1	6.0	30.7	2.6
2020F	3,205	554	414	5,715	23.9	908	13.1	6.5	3.8	33.4	1.3
2021F	3,369	584	441	6,077	6.3	947	12.4	5.9	3.0	27.8	1.5
2022F	3,574	648	494	6,808	12.0	1,020	11.0	5.1	2.5	25.1	1.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

매수(유지)

목표주가: 95,000원(상향)

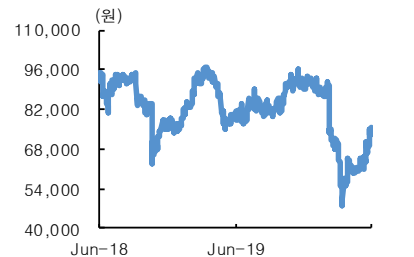
Stock Data

KOSPI(6/11)	2,177
주가(6/11)	75,100
시가총액(십억원)	5,542
발행주식수(백만)	74
52주 최고/최저가(원)	96,500/48,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	35,012
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.2/60.2
주요주주(%)	넷마블 외 5 인 25.2
	국민연금공단 8.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.6	(15.6)	(7.2)
KOSPI 대비(%p)	4.1	(19.0)	(10.2)

주가추이



자료: FnGuide

나은채

ec.na@truefriend.com

<표 1> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경전		변경률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	3,205	3,369	3,190	3,333	0.5	1.1
영업이익	554	584	504	539	9.9	8.3
세전이익	553	588	502	542	10.2	8.5
지배주주순이익	414	441	376	407	10.1	8.4

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2019				2020F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	709	755	760	795	769	786	808	842	2,707	3,019	3,205	3,369	3,574
증감	9.5	11.4	13.4	11.7	8.4	4.0	6.4	4.2	7.6	11.5	6.2	5.1	6.1
렌탈 관련	413	419	423	425	427	432	430	436	1,649	1,680	1,725	1,771	1,846
증감	0.4	1.2	2.9	3.1	0.3	1.3	(0.4)	1.3	(0.1)	1.9	2.7	2.7	4.2
렌탈	385	392	397	400	402	408	406	409	1,528	1,573	1,624	1,673	1,751
증감	1.6	2.3	3.8	4.0	4.5	1.4	(0.4)	0.7	1.4	2.9	3.3	3.0	4.6
멤버십	28	27	27	26	25	24	24	27	121	107	100	97	95
증감	(13.4)	(13.3)	(9.0)	(9.6)	(11.4)	(1.2)	0.3	9.6	(16.3)	(11.4)	(6.4)	(3.0)	(2.6)
금융리스	56	68	73	62	69	72	81	54	185	258	276	296	317
증감	45.9	65.4	61.3	1.7	22.3	5.0	12.0	(11.9)	50.8	39.5	7.0	7.0	7.0
일시불	46	44	35	37	31	39	39	50	171	161	159	159	159
증감	3.9	(8.0)	(7.1)	(11.5)	(32.3)	(10.0)	10.0	35.2	(11.1)	(5.6)	(1.6)	0.0	0.0
화장품	19	19	19	20	17	18	19	21	76	76	75	75	75
증감	(8.3)	1.0	5.9	6.8	(8.5)	(5.0)	2.0	3.2	(5.3)	1.1	(2.0)	0.0	0.0
수출	70	84	98	92	82	92	108	96	302	343	378	416	457
증감	29.1	16.7	22.5	(4.9)	16.7	10.0	10.0	4.9	16.4	13.6	10.0	10.0	10.0
기타	3	3	3	3	3	3	3	3	13	12	12	12	12
증감	(6.9)	(14.6)	(9.9)	(3.6)	(0.8)	0.0	0.0	0.8	(16.6)	(8.8)	0.0	0.0	0.0
자회사	152	178	182	217	203	196	209	270	522	729	877	968	1,069
증감	43.7	32.7	34.8	47.6	33.0	10.0	15.0	24.5	54.9	39.7	20.4	10.4	10.4
영업이익	135	138	140	45	139	137	144	134	520	458	554	588	653
증감	2.9	6.9	7.6	(65.4)	2.7	(0.5)	2.6	200.1	10.0	(11.8)	20.9	6.1	10.9
영업이익률	19.1	18.3	18.5	5.6	18.1	17.5	17.8	15.9	19.2	15.2	17.3	17.5	18.3

자료: 코웨이, 한국투자증권

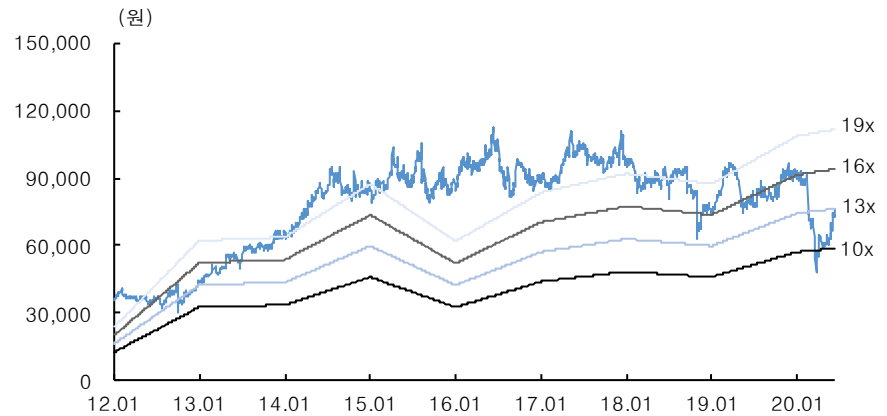
<표 3> 렌탈 주요 가정

(단위: 천 계정, % YoY, %)

	2019				2020F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2018	2019	2020F	2021F	2022F
총 계정수	5,995	6,087	6,241	6,282	6,313	6,339	6,359	6,397	5,900	6,282	6,397	6,712	7,048
총 계정 순증	95	92	154	41	31	26	20	38	152	381	115	315	336
증감	3.6	4.2	6.8	6.5	5.3	4.1	1.9	1.8	2.6	6.5	1.8	4.9	5.0
렌탈 계정수(기말)	5,350	5,458	5,636	5,688	5,740	5,770	5,790	5,819	5,230	5,688	5,819	6,153	6,501
증감	6.3	6.9	9.3	8.8	7.3	5.7	2.7	2.3	5.2	8.8	2.3	5.7	5.7
렌탈 계정 순증	120	108	178	52	53	30	20	29	260	458	131	334	348
멤버십 계정수(기말)	645	628	605	594	572	568	568	577	670	594	577	559	548
증감	(14.3)	(14.5)	(12.3)	(11.4)	(11.2)	(9.5)	(6.0)	(2.7)	(13.9)	(11.4)	(2.7)	(3.2)	(2.0)
멤버십 계정 순증	(26)	(16)	(24)	(11)	(21)	(4)	0	9	(108)	(76)	(16)	(18)	(11)
신규 렌탈 판매	408	417	389	358	378	417	396	413	1,450	1,572	1,604	1,674	1,758
증감	8.3	7.2	20.8	(1.1)	(7.5)	0.0	2.0	15.3	4.9	8.4	2.0	4.4	5.1
렌탈 해지율	1.00	1.00	0.96	1.04	1.10	1.02	0.98	1.00	0.98	1.02	0.96	0.96	0.96
렌탈 ARPU	24,243	24,159	23,838	23,522	23,445	23,603	23,409	23,485	24,962	24,007	23,527	23,292	23,059
증감	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.6)	(3.3)	(2.3)	(1.8)	(0.2)	(2.3)	(3.8)	(2.0)	(1.0)	(1.0)
멤버십 ARPU	14,131	14,118	14,458	14,297	14,120	14,259	14,356	15,606	13,937	14,145	14,287	14,287	14,287
증감	0.8	1.3	5.1	2.5	(0.1)	1.0	(0.7)	9.2	(5.6)	1.5	1.0	0.0	0.0

자료: 코웨이, 한국투자증권

[그림 1] 코웨이 PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1989년 창립 이래 정수기, 공기청정기, 비데 등 환경가전 제품을 생산, 판매하는 환경가전 전문기업으로 1998년 렌탈비즈니스 개념을 업계 최초로 도입하고 '코디(CODY)'를 통해 사전서비스라는 차별화된 서비스를 제공함에 따라 2019년 말 기준 약 630만의 렌탈 및 멤버십 회원을 확보하고 있음. 기존 정수기, 공기청정기, 비데에서 연수기, 음식물처리기, 침대 매트리스 등 제품 Line-up을 지속적으로 확대해 나가고 있으며 해외사업에도 박차를 가하고 있음.

- 렌탈: 소비자는 등록비만 지불하고 월 일정 렌탈비를 지불하면서 제품 사용 권한을 가짐. 통상 3년 약정으로 5년 이후에 소유권은 소비자에게 이전됨. 렌탈비에는 제품 사용권과 관리 서비스가 함께 제공됨
- 멤버십: 제품을 소유하고 관리 서비스만 받음
- ARPU: Average Revenue Per User, 가입자 월 렌탈/멤버십 비용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	844	767	782	991	1,301
현금성자산	69	61	32	202	465
매출채권및기타채권	326	345	367	385	409
재고자산	103	113	120	126	134
비유동자산	1,535	2,088	2,169	2,244	2,331
투자자산	53	19	20	21	22
유형자산	781	1,271	1,302	1,332	1,363
무형자산	160	168	179	188	199
자산총계	2,379	2,855	2,951	3,235	3,632
유동부채	1,234	1,587	1,347	1,260	1,239
매입채무및기타채무	273	295	313	330	350
단기차입금및단기사채	731	861	711	561	411
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	57	191	201	210	221
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	11	27	27	27	27
부채총계	1,291	1,778	1,548	1,470	1,460
지배주주지분	1,088	1,078	1,405	1,766	2,173
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	130	132	132	132	132
기타자본	(45)	(50)	(65)	(65)	(65)
이익잉여금	967	954	1,296	1,657	2,064
비지배주주지분	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	1,088	1,077	1,404	1,765	2,172

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동현금흐름	539	539	649	842	963
당기순이익	350	332	414	441	494
유형자산감가상각비	247	271	343	351	359
무형자산상각비	9	10	11	12	12
자산부채변동	(237)	(308)	(127)	32	89
기타	170	234	8	6	9
투자활동현금흐름	(394)	(383)	(440)	(442)	(463)
유형자산투자	(400)	(391)	(383)	(392)	(400)
유형자산매각	13	25	10	10	10
투자자산순증	(1)	1	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(6)	(3)	(21)	(21)	(24)
기타	0	(15)	(45)	(38)	(48)
재무활동현금흐름	(187)	(165)	(238)	(230)	(237)
자본의증가	3	2	0	0	0
차입금의순증	59	114	(150)	(150)	(150)
배당금지급	(231)	(260)	(173)	(73)	(80)
기타	(18)	(21)	85	(7)	(7)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(41)	(9)	(28)	170	262

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

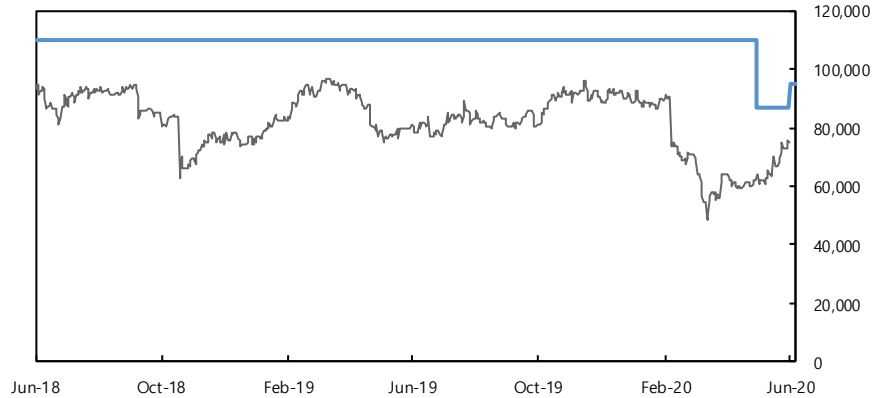
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,707	3,019	3,205	3,369	3,574
매출원가	878	1,010	1,058	1,122	1,190
매출총이익	1,829	2,009	2,147	2,247	2,384
판매관리비	1,309	1,550	1,593	1,663	1,736
영업이익	520	458	554	584	648
금융수익	1	1	2	2	3
이자수익	1	1	2	2	3
금융비용	18	22	22	18	14
이자비용	18	22	22	18	14
기타영업외손익	(35)	14	19	20	21
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	469	451	553	588	659
법인세비용	119	119	138	147	165
연결당기순이익	350	332	414	441	494
지배주주지분순이익	350	333	414	441	494
기타포괄이익	(6)	(2)	0	0	0
총포괄이익	344	330	414	441	494
지배주주지분포괄이익	344	331	414	441	494
EBITDA	775	739	908	947	1,020

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,854	4,611	5,715	6,077	6,808
BPS	15,652	15,498	19,922	24,815	30,328
DPS	3,600	2,400	1,000	1,100	1,200
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.6	11.5	6.2	5.1	6.1
영업이익증가율	10.0	(11.8)	20.9	5.4	11.0
순이익증가율	7.4	(4.9)	24.5	6.4	12.0
EPS증가율	8.3	(5.0)	23.9	6.3	12.0
EBITDA증가율	9.5	(4.6)	22.8	4.3	7.7
수익성(%)					
영업이익률	19.2	15.2	17.3	17.3	18.1
순이익률	12.9	11.0	12.9	13.1	13.8
EBITDA Margin	28.6	24.5	28.3	28.1	28.5
ROA	15.4	12.7	14.3	14.3	14.4
ROE	33.8	30.7	33.4	27.8	25.1
배당수익률	4.9	2.6	1.3	1.5	1.6
배당성향	74.2	52.1	17.5	18.1	17.6
안정성					
순차입금(십억원)	567	628	461	129	(265)
차입금/자본총계비율(%)	68.3	83.8	51.3	32.3	20.9
Valuation(X)					
PER	15.3	20.2	13.1	12.4	11.0
PBR	4.7	6.0	3.8	3.0	2.5
EV/EBITDA	7.7	10.1	6.5	5.9	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코웨이 (021240)	2018.02.25	매수	110,000원	-22.5	-13.6
	2019.02.25	1년경과		-21.4	-11.8
	2020.02.25	1년경과		-43.5	-34.8
	2020.05.11	매수	87,000원	-22.7	-12.8
	2020.06.11	매수	95,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2020년 6월 11일 현재 코웨이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2020. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.4%	17.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.